

証券市場流通に関する基礎的研究

木村 増三

目次

序

第一部 理論的研究

第一 金融的流通と証券取引

一 問題

二 金融的流通の概観

三 証券取引による資金の流れ

(第一への補論) 証券市場における貨幣資本の流れに関する

マハループの所論

一 貨幣資本と実物資本

二 証券取引と貨幣資本の拘束

三 証券市場による貨幣需要

四 証券市場による貸付金需要

五 弱気筋の行動

六 証券取引におけるキャピタル・ゲインとキャピタル・ロス

七 その他の論点

第二 株式取引に伴う資金と株券の流れ

一 問題

二 株式の取引所売買に伴う資金の流れ

三 株式取引に伴う資金の流れの総合的觀察

四 株式の取引所売買に伴う資金の流れにおける貸借取引と信用取引の役割

五 株式の取引所売買に伴う株券の流れ

第三 資金循環勘定における証券の取引および残高の表示価額

一 問題

二 総額表示の金融取引表における証券取引の表示価額

三 金融残高表における証券の表示価額

四 純額表示の金融取引表における証券取引の表示価額

五 金融取引表と金融残高表における証券の表示価額の総合的考察

第二部 統計的研究

第一 証券業者の証券取引および資金状況の統計的觀察

一 課題

二 証券業者の証券取引の統計的觀察

三 証券業者の資金状況の統計的觀察（その一）——資産・負債・自己資本の月末残高

四 証券業者の資金状況の統計的觀察（その二）——資産・負債・自己資本の諸項目の月中純増減によって示される月中資金運用状況

第二 株式の信用取引に関する統計的觀察

一 課題

二 金額の面から見た株式信用取引月末残高の統計的觀察

三 金額の面から見た株式信用取引残高の月中純増減の統計的觀察

四 株数の面から見た株式信用取引月末残高の統計的觀察

五 株数の面から見た株式信用取引残高の月中純増減の統計的觀察

第三 証券投資信託の資金収支の統計的觀察

一 課題

二 大蔵省調べの「投信運用可能資金の増減・運用状況」の構成

三 証券投資信託による投資証券の取引（純購入額）の統計的觀察

四 証券投資信託の運用可能資金の増減・運用状況の統計的觀察

計的觀察

五 証券投資信託の取引種類別資金収支状況の統計的觀察

察

論文要旨

本論文は、次に述べるような意味における「証券市場流通の記述的研究」の領域に属する理論的ならびに実証的研究をとりまとめたものである。

筆者の考えによれば、国民経済的観点からする証券市場の経済的研究——わが国では通常「証券市場論」と呼ばれている研究分野——は、研究の段階という点から見た一応の分け方として、事実の把握・整理ならびにその前提となる概念や方法などについての理論的研究を内容とする第一の段階と、相関関係・因果関係ないしは決定関係の分析を通じて証券市場の運動機構および他の経済諸事象との相互作用関係を説明しようとする第二の段階とに分けることができる。簡単のため、前者を「記述的研究」の段階、後者を「分析的研究」の段階と名づけることにしよう。いうまでもなく、「記述的研究」は、「分析的研究」を予想し、その資料を準備するという視点からなされるべきものであり、「分析的研究」は、周到な「記述的研究」を基礎として行なわれるべきものであって、両者は互いに密接な関連を保ちながら進められる必要があるわけだが、一応この二つの段階を区別することは可能であり、ときには有用であると考えられる。

証券市場の「記述的研究」は、さらに次の三つの領域に分けることができるであろう。第一は、証券市場で成立する証券の価格ないし利回りについての「記述的研究」であって、簡単に「証券市場価格の記述的研究」と呼んでよいであろう。第二は、証券市場の組織・制度についての「記述的研究」であって、簡単に「証券市場組織の記述的研究」と呼んでよいであろう。第三は、証券取引による証券と資金の流れを中心とし、これに関連する他の金融的流通、証券の発行残高と保有状況、他の金融資産・負債残高の状況なども含めて、それらについての「記述的研究」を行なうもので、簡単に「証券市場流通の記述的研究」と呼んでよいであろう。これら三つの研究領域のそれぞれは、さらに、事実の把握・整理および比較を内容とする狭義の記述的研究と、その前提となる概念・方法などについての理論的研究とに分けて考えることができる。後者には、たとえば諸概念の定立、関係経済諸量の間における恒等関係の確定、経済主体や経済事象の分類、計数的記述の方法に関する研究などが含まれる。

本論文は、右のような意味における「証券市場流通の記述的研究」——言い換えれば「証券市場流通」に関する基礎的な研究——の領域に属する筆者の研究成果をとりまとめたもので、そのうち狭義の記述的研究に属するものを第二部とし、前提となる概念・方法などについての理論的研究に属するものを第一部とした。第二部の諸研究は、いずれも、最近のわが国における「証券市場流通」についての統計的把握を主題とし、これま

での公表統計資料では明らかにされていない諸事実の発掘を試みたものである。また第一部は、最近のわが国における「証券市場流通」について狭義の記述的研究を行なう際に前提とされるべき概念・方法などに関する理論的研究を内容としているが、事情の相違を考慮に入れば他の場合にも応用できるような側面を含んでいる。本論文を構成するこれら諸研究の要点は次のとおりである。

第一部の理論的研究の第一は、国民経済における金融的流通の総過程と、その一部分をなす証券取引による資金と証券の流れが金融的流通の総過程の中で占める位置を、事後的関係の側面から整理して示そうと試みたものである。そこでは、グロスの流れとネットの流れとの双方について事後的な関係が整理して示され、また、金融資金の「吸収」と「回転」という概念が使用されている。

第一部第一への補論は、「証券市場流通」の研究に本格的に取り組んだ代表的著作であり、筆者が多くの示唆を受けたフリッツ・マハールプ『株式市場、信用および資本形成』（一九四〇年）について、「証券市場流通」の「記述的研究」および「分析的研究」に該当すると考えられる部分を筆者なりに跡づけ、かつ「証券市場流通の記述的研究」の範囲内において注釈と論評を加えたものである。右の範囲内におけるマハールプの所論は、若干の社会会計上の誤りを除けば、大体において妥当であるというのが、論評の要点である。

第一部の第二は、最近のわが国を対象として、日々の株式取

引に伴う資金と株券の錯雑した流れを解きほぐし、通り抜け分を考慮外に置くことによって流れの始点と終点をとらえてその間に比較的単純な事後的關係を見だし、さらに貸借取引と信用取引が資金と株券の流れの中でどのような役割をはたすかを考察している。株式取引に伴う日々の資金と株券の流れはたしかに複雑であるが、總体的観点から整理してみると、比較的単純な關係に帰着するということが、ここで示されている。

第一部の第三は、資金循環勘定(マネーフロー表)における金融取引の勘定ならびにそれに関連して作成される金融資産・負債残高の勘定の中で、証券の取引および残高(発行残高と保有高)をどのような価額で表示するのが適切であるかという問題を、最近のわが国を対象とする資金循環勘定作成上の問題として考察したものである。理論的には、証券取引の表示は取引価額により、証券発行残高の表示は実質的に考えられた払込金額により、証券保有高の表示は時価(市場価格)によるのが最も望ましい方法であるが、この方法には実際の推計作業の上で多くの障礙があるというのが、結論の要点である。わが国で実際に作成された資金循環勘定(日銀表と、経済企画庁の二種の表)における証券の取引と残高の表示価額に関する検討も行なわれている。

第二部の統計的研究は、これまで公表統計資料により明らかにされなかった若干の重要な事実を発掘しようと試みたもので、全証券業者の証券取引と資金状況、株式の信用取引および証券投資信託の資金収支状況の若干の側面について、昭和三三

年末から昭和三十七年末まで、または昭和三十四年九月決算から昭和三十七年末までの期間にわたる月次の統計的觀察を行なっている。

第二部の第一は、全証券業者を総合して、その商品有価証券の取引と自己の計算による株式信用売買とを取引価額基準の純購入額においてとらえ、また、その資金状況を各月末の資産・負債・自己資本の諸勘定の残高および各月中におけるそれらの残高の純増減という二つの側面から觀察している。ここで提示された統計数字は、大蔵省理財局証券部の未公表資料(全国証券業者の月末主要勘定残高集計表)を主たる原資料とし、既公表の全国証券業者決算報告書集計表を補足的に用いて、導き出したものである。全証券業者の資金状況を觀察するに当っては、資金繰りに關係のない負債と資産(有価証券を返済すべき債務と、その対応物である資産側の有価証券)を除外し、流動資産を信用取引関連資産(A)とそれ以外の流動資産(B)に分けると同時に、流動負債を信用取引関連負債(a)、その他の短期借入金(c)およびそれ以外の流動負債(b)に分け、 A と a を対比し、 B と b を対比するようにした。そして、 $(A+B)-(a+b)$ が、 c と当期純利益(d)と固定負債・自己資本・貸倒引当金・価格変動引当金の合計から固定的資産勘定を差し引いた差額(e)との三者によりどのようにまかなわれているかを明示するようにした。

第二部の第二は、株式の信用取引(貸借取引を含めた意味における)の金額面と株数面の双方について、各月末の残高およ

び各月中の残高純増減を観察している。ここで提示された金額面の統計数字は、第一と同じ資料を用いて導出されたものであり、株数面のそれは、公表統計資料を主とし、大蔵省理財局証券部の未公表資料を補足的に用いて、導出されたものである。株式の信用取引に関する部分的な統計数字は従来の公表資料の中にも与えられていたが、全体的な統計数字が提示され、信用取引における対当分が全面的に推計されたのは、これがはじめてである。

第二部の第三は、証券投資信託の資金収支状況を、株式投信・公社債投信および両者を合わせた全投信について、可能な範囲において取引種類別に分けてとらえようと試みたものである。原資料は、大蔵省調べの「投信運用可能資金の増減・運用状況」（既公表）を主とし、他の公表統計資料を補足的に用いた。ここで新たに導き出された項目は、受渡・払込基準による株式純購入額、帳簿上の株式保有額増分の二種の数値、株式売却純益、受益証券の純発行額、解約・償還金中の収益分配などである。

* * *

「証券市場組織」や「証券市場価格」の研究に比べて、「証券市場流通」の研究は、これまでに手を付けられることの比較的小なかった研究領域だといつてよいであろう。「証券市場流通」に焦点を合わせた研究のおもなものであるとして、前掲のマハラーの著書のほか、証券金融の問題を中心とする若干の研究があるだけであり、それ以外には、最近において金融経済の総体的

研究の中に部分的に含まれた形で「証券市場流通」が取り上げられているにすぎない。これまでに取り上げられた問題の範囲内においても研究の余地は多分に残されており、全く取り上げられていない問題も多い。本論文の諸研究は、このような「証券市場流通」の研究に対し、何がしかの新しい寄与をしたいという意図をもって試みられたものである。

〔博士論文審査要旨〕

論文題目「証券市場流通に関する基礎的研究」

論文審査担当者 番場嘉一郎

小泉 明

長澤惟恭

—

本論文は、証券取引による証券と資金の流れの構造を明らかにすることを中心として、国民経済的観点から証券市場流通の理論的研究ならびにわが国におけるその実証的研究を行なったものである。前後二部に分け、第一部においては、現実の把握および整理のための前提となる諸概念や恒等関係についての理論的研究を内容とする構造分析的研究が行なわれている。

第二部は、最近のわが国における証券市場流通についての統計的把握を内容とする筆者の実証的研究の結果をまとめたものであって、これまでの公表統計資料では明らかにされていない

諸事実が解明されている。

二

第一部「理論的研究」は、第一「金融の流通と証券取引」、第二「株式取引に伴う資金と株券の流れ」、第三「資金循環勘定における証券の取引および残高の表示価額」の三章と、第一への補論「証券市場における貨幣資本の流れに関するマハループの所論」とからなっている。

その第一においては、証券取引による資金と証券の流れを国民経済的な金融的流通の総過程のうちに位置づけてとらえるために、それらをいづれもグロスの流れとネットの流れとの双方について、事後的な恒等関係の確定を通じて整理することが試みられている。筆者は金融的資金の源泉とその流れの終着点とについての綿密な組織的な考察を経て、金融的流通の総過程と、複雑な関連を通じてその内部に含まれている部分的な流れとしての証券取引における資金の流通とが、いづれもその終着点に流れつく資金の流れと「回転」の流れとに整理してとらえられることを明らかにしている。

第一部の第二は、最近のわが国の証券市場の組織、制度を念願において、株式取引によって生ずる日々の資金と株券の流れを、証券業者、証券金融会社、株式発行者および一般株式需給者の四取引主体の受払の差額に注目することによって、流れの始点と終点とを結び比較的単純な関係に整理してとらえ、ついで貸借取引と信用取引とがこのような資金と株券の流れの中で

果している役割を明らかにしたものである。

第一部の第三は、最近のわが国における資金循環勘定作成上の諸問題に関連して、証券の取引額およびその残高をどのような価額によって表示すべきかを明らかにしたものである。筆者は資金循環勘定および金融資産・負債残高勘定における証券の表示価額の問題を株式、債券および投資信託受益証券のそれぞれについて詳細に検討し、実際の推計作業の上で生ずる多くの障害を考慮の上既存の日本銀行表、企画庁表および同改訂試算表における証券の取引と残高の表示価額を、筆者が理論的に望ましいとする表におけるそれらと対比して比較検討している。

以上第一部「理論的研究」の全体は、補論に示されているフリッツ・マハループ『株式市場、信用および資本形成』(一九四〇)についての筆者の批判的研究を通じて展開され確立された金融的資金の「源泉」、「吸収」および「回転」という諸概念を駆使して、錯雑した金融的資金の流れを分解、整理してとらえるという筆者の独自の方法によって貫かれ、現実の証券市場流通の全体を国民経済的な金融的流通の総過程のうちに位置づけてとらえるための基本的な構図を明らかにすることに成功したものと評することができる。

三

第二部の統計的研究は、第一「証券業者の証券取引および資金状況の統計的観察」、第二「株式の信用取引に関する統計的観察」および第三「証券投資信託の資金収支の統計的観察」の三

章からなっており、それぞれの課題について、昭和三年末から昭和七年末まで、または昭和三四年九月決算から昭和七年末までの期間についての利用可能な資料を駆使して、これまでの公表統計資料によっては直接には明らかにされていないか、た若干の重要な事実を発掘したものである。

第二部の第一において筆者は、全証券業者を総合して、その商品有価証券の取引と自己の計算による株式信用売買とを、取引価額基準の純購入額においてとらえ、またその資金状況を各月末の資産、負債および自己資本の残高の側面と、各月中におけるそれらの残高純増減の側面との二面からとらえている。これによって始めて、全証券業者の月次の証券純購入額が、取引価額基準によってとらえられうることとなり、またその資金状況の月次の動きが明らかにされることとなった。そして、これらの計数は現在継続的に集計されているのであるが、この両者の動きによって、証券業者の証券買越しがどのような資金源によって金融されたかが明らかとなり、株価の変動と業者の活動およびその資金源との関連を分析するための重要な手がかりがえられることとなったのである。

第二部の第二は、わが国における株式の貸借取引と信用取引とを含めた広義の信用取引の金額面と株数面の双方について、各月末残高および各月中の残高純増減を観察したものである。ここに提示されている統計数字のうち金額面のそれは筆者によって始めて明らかにされたものであるが、株数面のそれは、従来の公表資料のほかに新たに業者の信用取引における社内対当

分を全面的に推計して加えるとともに、業者の自己貸株のそれをも併せて、完全な月次表として作成されている。この社内対当分の変動が、証券市場取引の攪乱的要因をあらわす指標として重要な意味をもつべきことを考えれば、筆者のこの着想と業績は高く評価されてよい。

第二部の第三は、既公表の月次資料を用いて、株式投資信託および公社債投資信託を含む全投資信託について証券投資信託の資金収支状況を、取引種類別に分類してとらえたものである。ここでは従来の約定・権利落基準によるもののほかに受渡・払込基準による株式純購入額の数値が明らかにされ、また株式売却純益、受益証券の純発行額、解約・償還金中の収益分配などの数値が始めて組織的に明らかにされている。

四

本論文は、これまで手をつけられることの比較的少なかった証券市場流通の研究に対して、理論および実証の両面に亘る新しい組織的な研究成果を寄与したものである。これによって筆者は、証券市場価格の形成ならびにその変動を解明するための重要な足場を築くことに成功するとともに、証券企業の財務分析について新たな一方法を提示することによって、証券企業の行動様式に関する基礎理論を打ち立てるための有力な拠点を提供したものと評すべきである。

またその統計的研究の成果は、理論的研究のそれと併せて、資金循環勘定の精密化を可能ならしめ、いわゆるマネー・フロ

1 分析の将来の発展のために重要な寄与を行なつたものと評することができる。

しかし同時に、筆者の本論文における研究には、なお残された問題のあることも否定されえないであろう。その一つは、本論第二部の統計的研究を通じて第一部の理論的研究の主題を十分に追及し、国民経済的な金融的流通の総過程における証券市場流通の位置づけを計数的に明らかにするためには、既存の日本銀行および企画庁作成の資金循環勘定における数値との関連を、本論で取扱われた以上に広い範囲に亘って明らかにすることが必要とされるのであるが、本研究の展開過程においては、このような周辺の事象との関連についての考慮が必ずしも十分に払われているとはいえない点である。その二つとして、本論は証券市場流通に関する構造分析の研究であり、その運動機構および他の経済事象との相互作用関係を明らかにすべき機能分

析的研究と相まって体系的な証券市場流通論を構成すべきものといわねばならないのであるが、証券市場における証券と資金の流れの構造分析に関する本論の整理には、機能的分析に直接的に接続しうるような用意が必ずしも十分になされているとはいえないであろう。

五

しかし以上のような若干の残された問題は、いわば望蜀的批判に属するものであつて、筆者が本論文を通じて示した証券市場流通に関する理論的ならびに統計的研究の成果は、十分に高く評価されなければならない。

よって審査員は、所定の試験の成績ともあわせ考え、筆者が一橋大学商学博士の学位をうけるに足るものと認定する。

昭和三十九年七月六日